Liquidity vs. fundamentals

순환매 마무리 국면, 안전한 투자가 있을까?

2025년 한국시장은 글로벌 시장대비 압도적인 상승률을 기록 중인데, 이는 주식시장으로의 유동성 유입이 진행되고 있기 때문이다. 연기금과 주식형 펀드로의 자금유입, 신정부의 경기부양대책에 대한 기대감으로 인한 실질고객예탁금 등이 유동성 증가를 보여주고 있다. 그러나 연기금의 국내주식비중이 2025년 목표치를 충족시킨 가운데, 시가총액이 빠르게 증가하면서 향후 유동성 효과는 줄어들 수밖에 없는 상황이다.

유동성 랠리 이후 주식시장 상승세가 이어지기 위해서는 fundamentals 개선이 진행돼야 하는데, 현재 상황에서는 시간이 필요해 보인다. 우선 한국 경기 상황은 하향 추세인데, 가장 큰 원인은 건설투자 위축에서 찾을 수 있다. 금주 미국과의 관세 협상이 예정돼 있는데, 주요 수출품들이 품목별 관세에 묶여 있다는 점에서 surprise를 기대하기는 쉽지 않다. 1Q25 KOSPI200 순이익이 사상 최대치를 경신하면서 실적에 대한 기대감이 존재하나, 2Q25 원/달러 환율 하락으로 인해 원화기준 수출액 증가율이 둔화된 점은 수출기업에 부정적이다.

지난주 화학, 에너지, 금속, 2차전지 등 그동안 상승에서 소외됐던 업종들까지 순환매가 진행됐다. KOSPI valuation이 역사적 중립에 도달한 상태라 중소형주에 대한 관심이 커질 수 있는 시점이다. 기업실적대비 저평가된 대표적인 업종은 안정형 내수로(유틸리티, 음식료) 나타난다. 금주 삼성전자 실적발표도 중요한 변수인데, IT업종의 valuation은 역사적 중립 수준이다. 자동차, 유통, 화장품 등은 저평가 상태이나 관세 협상, 영업시간 조정 등이 변수다. 조선, 기계는 최근 20% 가까운 주가하락을 경험하고 있어 기술적 반등 가능성은 높으나, valuation 부담은 여전한 상태다.

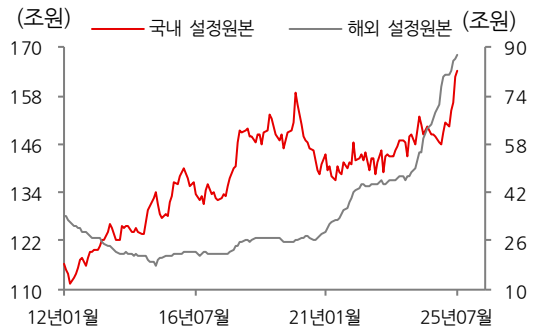
BNK리서치센터
김성노
매크로/전략
ksn0909@bnkfn.co.kr
(02)3215-7568

Ⅰ. Liquidity vs. fundamentals

유동성 유입이 지속될까?

6월에 가파른 상승세를 기록했던 KOSPI가 7월에는 등락폭이 크게 확대되는 모습이다. 2025년 KOSPI 상승률이 30%에 육박하면서 글로벌 시장대비 압도적인 상승 흐름을 이어왔다. 한국 주식시장의 강한 상승세는 주식시장으로의 유동성 유입이 큰 몫을 담당한 것으로 나타난다. 아래 그림에서 보는 바와 같이 주식형 펀드로의 자금유입이 지속되면서 실질고객예탁금도 뚜렷한 증가세를 보이고 있다.

Fig. 1: 유동성의 원천, 주식형 자금유입이 진행



자료: 금융투자협회, BNK투자증권
주: 주식형수익증권, 투자일임펀드 포함

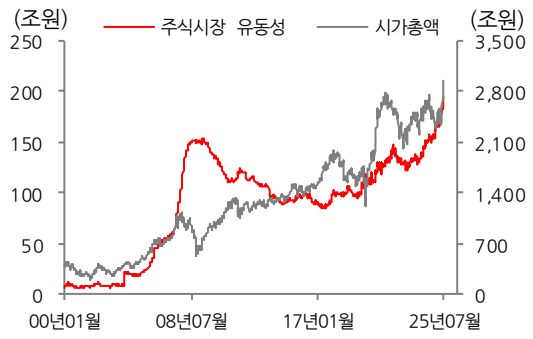
Fig. 2: 실질고객예탁금 증가세는 주춤

자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 고객예탁금-(미수금+신용융자)

그림3은 주식시장의 유동성과(주식형 펀드와 실질고객예탁금을 합한 금액) 주식시장의 시가총액이(KOSPI, KOSDAQ 합계) 동행하고 있음을 보여 준다. 즉 유동성 유입이 진행되면서 주식시장이 상승세를 보였다. 다만 주식시장 유동성 유입에도 불구하고 시가총액이 사상 최고치를 넘어서면서 유동성/시가총액 비중은 정체 상태에 진입하고 있다. 이런 사실은 유동성 유입보다 주식시장의 상승세가 더 빠르게 진행됐음을 보여 준다.

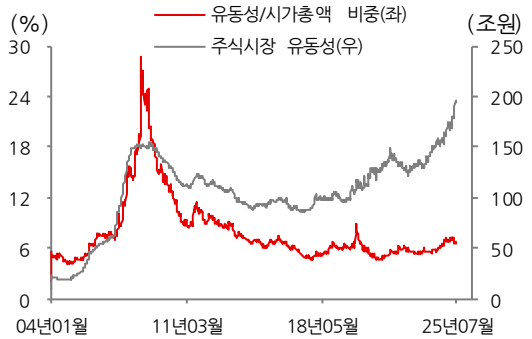
국민연금을 비롯한 주요 연기금은 2024년 비상계엄 이후 KOSPI 시장에서만 8조원을 순매수하면서 주식시장에 유동성을 공급한 것으로 나타난다. 그러나 6월말을 기준으로 국민연금의 국내 주식비중이 2025년 목표치인 14.9%를 달성한 것으로 추정돼 추가적인 유동성 공급은 애매한 상황이다. 추가적인 주식비중확대 가능성도 존재하나, 이는 전략적, 전술적 자산배분 전략 변경이 선행돼야 할 것이다.

Fig. 3: 유동성 유입으로 시가총액은 사상 최대



자료: 금융투자협회, BNK투자증권
주: 시가총액은 KOSPI, KOSDAQ 합계

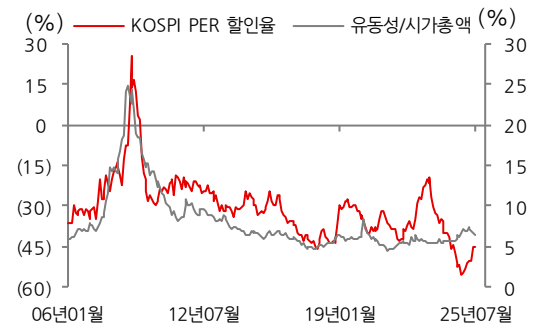
Fig. 4: 시가총액 상승으로 유동성 비중은 정체



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

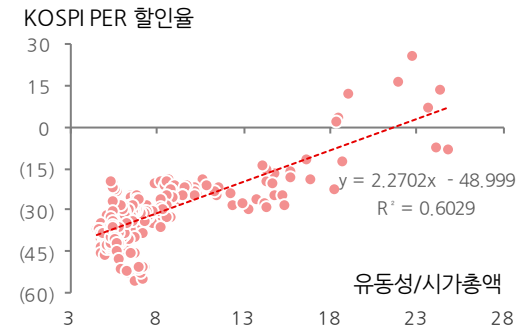
우리는 한국시장의 저평가 원인으로 여러 가지가 존재하나, 취약한 수급상황이 가장 큰 문제라고 판단한다. 그림5에서 보는 바와 같이 유동성이 본격적으로 유입된 2006~2007년 한국시장이 글로벌 주식시장보다 더 높은 valuation을 형성하기도 했으나, 이후에는 유동성/시가총액 비중이 낮은 수준을 유지하면서 저평가가 심화됐기 때문이다. 실제로 그림6에서 보는 바와 같이 유동성/시가총액 비중과 KOSPI PER 할인율은 높은 상관관계를 보여주고 있다.

Fig. 5: KOSPI PER 할인율과 유동성 비중



자료: 금융투자협회, Bloomberg, BNK투자증권
주: PER 할인율은 글로벌 주식시장 대비

Fig. 6: 유동성과 저평가는 밀접한 관계



자료: 금융투자협회, Bloomberg, BNK투자증권

경기, 실적 등 fundamentals 개선은 이르다

주식시장으로 유동성 유입이 지속되고 있으나, 유동성/시가총액 비중 하락과 연기금의 국내 시장 목표 충족 등으로 인해 유동성 랠리 지속 여부에 대한 의문이 발생할 수 있다. 이런 상황에서는 향후 경기, 실적 등 fundamentals 요인이 개선돼야 추가적인 주가 상승을 기대할 수 있을 것이다.

금주는 미국과의 관세 협상 유예기간 90일이 지나면서 각국별로 협상 결과가 발표될 전망이다. 2025년 1~4월 미국의 수입액은 19.2%YoY로 급증했는데, 이는 관세 부과를 앞두고 미리 수입이 크게 증가했기 때문이다. 국가별로 보면 스위스, 아일랜드, 대만, 베트남의 대미 수출액이 전년대비 크게 증가했음을 알 수 있다.

Fig. 7: 미국 수출증가율이 가장 낮은 한국

순위	2024년				순위	2025년 1~4월				비중 변화
	국가	수입액	수입증가율	비중(%)		국가	수입액	수입증가율	비중(%)	
1	멕시코	5,059	6.4	15.5	1	멕시코	1,732	6.3	14.1	(1.3)
2	중국	4,389	2.7	13.4	2	캐나다	1,384	1.9	11.3	(1.3)
3	캐나다	4,127	(2.0)	12.6	3	중국	1,280	(0.9)	10.5	(3.0)
4	독일	1,604	0.4	4.9	4	아일랜드	705	120.2	5.8	2.6
5	일본	1,482	0.6	4.5	5	스위스	685	344.3	5.6	3.7
6	베트남	1,366	19.3	4.2	6	독일	552	3.4	4.5	(0.4)
7	한국	1,315	13.2	4.0	7	베트남	545	39.4	4.5	0.3
8	대만	1,163	32.5	3.6	8	일본	509	3.4	4.2	(0.4)
9	아일랜드	1,033	25.5	3.2	9	대만	487	52.2	4.0	0.4
10	인도	874	4.4	2.7	10	한국	417	(5.0)	3.4	(0.6)
11	이탈리아	764	4.7	2.3	11	인도	377	29.0	3.1	0.4

자료: USTR, 한국무역협회, BNK투자증권

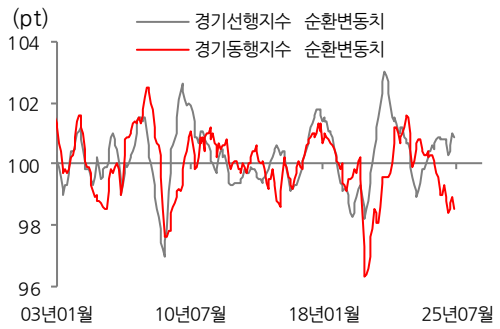
다른 국가들의 대미 수출액이 크게 증가한 반면에 한국은 오히려 5%YoY 감소하면서 관세가 크게 상승한 중국 -0.9%YoY보다 더 못한 결과를 보였다. 한국의 대미 수출액 감소는 수출 비중이 높은 자동차(25%), 철강/알루미늄에(50%) 대한 품목별 관세가 부과된 결과로 볼 수 있다.

자동차 수출 비중이 높은 일본, 독일 등도 상대적으로 낮은 수출증가율을 기록한 것으로 나타난다. 한국 입장에서 보면 이번 관세 협상의 주된 관심사가 자동차에 집중될 수밖에 없는 상황인데, 품목별 관세에 큰 변화가 없다면 결과를 낙관할 수는 없는 상황이다.

경기부양대책이 마련됐으나, 곧바로 경기회복을 기대하기는 이른 시점이다. 5월 경기동행지수 순환변동치가 0.4%p 하락하면서 여전히 경기둔화국면에 놓여 있음을 인식시켰기 때문이다. 경기동행지수 순환변동치는 2~4월에 소폭 반등했으나, 5월에는 건설기성액, 소매판매, 내수출하 등이 부진하면서 재차 하락했다.

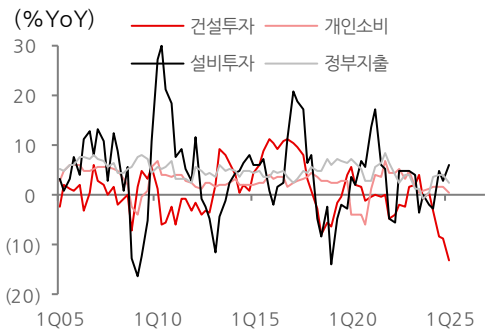
그림9에서 보는 바와 같이 한국경제에 가장 부정적인 변수는 건설투자다. 건설투자는 4Q23부터 감소세로 돌아선 이후에 1Q25에는 13.4%YoY 급감했다. 건설투자는 금융위기로 인해 4Q08 7.3%YoY 감소한 바가 있는데, 현재 상황은 이보다 더 심각한 수준이다. 민생지원금 지급으로 인해 3Q25부터는 소비 회복을 기대할 수 있을 것으로 예상되나, 건설투자 부진은 조기에 해소되기가 쉽지 않은 상황이다.

Fig. 8: 경기회복 기대감은 아직 이르다



자료: 통계청, BNK투자증권

Fig. 9: 경제성장률 부진은 건설투자 위축 때문

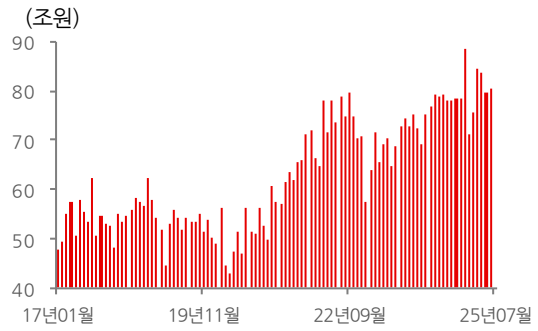


자료: 한국은행, BNK투자증권

경기부진이 이어지는 가운데, 금주에 삼성전자 실적발표가 예정돼 있다는 점에서 향후 실적에 관심이 커질 수 있는 상황이다. 최근 주식시장 상승을 고려하면 증권업종은 실적개선이 뚜렷할 것으로 예상되나, 다른 업종에서는 실적개선이 쉽지 않을 것으로 예상한다. 특히 삼성전자는 2Q25 영업이익 전망치가 하향 추세를 이어가고 있다. 삼성전자 영업이익 컨센서스는 6.4조원으로 나타나나, 최근 최저 4.6조원까지 하향 조정됐다. 반면에 SK하이닉스 영업이익은 8.9조원으로 상향 조정됐다.

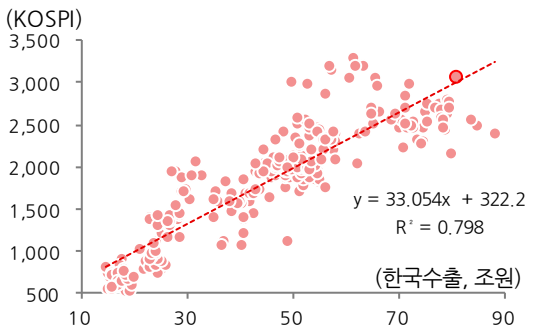
2Q25 한국 수출금액은 달러기준으로 1.7%YoY를 기록한 반면에 원화기준으로는 3.8%YoY를 기록했다. 원/달러환율은 2Q24 1,371원에서 2Q25에는 1,399원으로 소폭 상승했기 때문이다. 그러나 5월부터 원/달러환율 하락이 빨라지면서 원화기준 수출금액이 정체상태를 이어가고 있으며, 1Q25 6.7%YoY 대비 크게 낮아진 상황이다. 그림11은 원화기준 수출액과 KOSPI를 나타낸 것인데, 현재 수준은 적정 수준으로 평가할 수 있다.

Fig. 10: 2Q25 원화기준 수출액은 3.8%YoY로 둔화



자료: 관세청, 한국은행, BNK투자증권

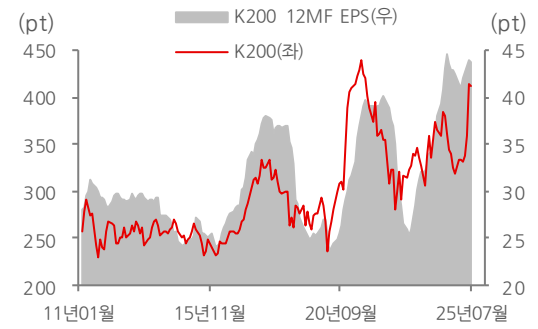
Fig. 11: 원화기준 수출액과 KOSPI, 균형으로 회귀



자료: 관세청, 한국은행, BNK투자증권

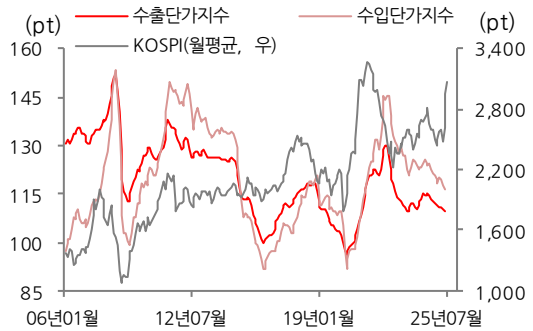
1Q25 KOSPI200 순이익이 사상 최대치를 기록한 이후에 KOSPI200 12MF EPS는 소폭 회복세를 기록하고 있다. 다만 미국 관세 협상에 따른 불확실성, 원/달러환율 하락 등은 수출기업들의 earnings에 큰 영향을 줄 수 있는 변수다. 그림13은 수출단가, 수입단가, KOSPI를 나타낸 것인데 수출단가가 하락세를 이어가는 국면에서 KOSPI가 급등한 사례를 찾아보기가 어렵다. 이는 수출단가 하락이 earnings에 부정적으로 작용할 가능성이 크다는 의미다.

Fig. 12: 갈림길에 진입하는 K200 12MF EPS



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 13: 수출단가 하락이 earnings에 부정적



자료: 관세청, 한국은행, BNK투자증권

순환매 마무리, 어느 산업이 더 안전할까?

7월 들어서면서 KOSPI는 유동성 개선으로 빠른 순환매를 기록 중이다. 지난주에는 그동안 소외됐던 화학, 에너지, 금속, 2차전지도 순환매에 동참하는 모습을 보였다. 전체적으로 순환매가 일단락될 수 있다는 점에서 보다 안전한 선택이 필요해 보이는 시점이다. 아래 표는 2011년 이후 평균 PER, PBR을 기준으로 KOSPI 업종별 valuation을 정리한 것이다.

Fig. 14: 업종별 valuation

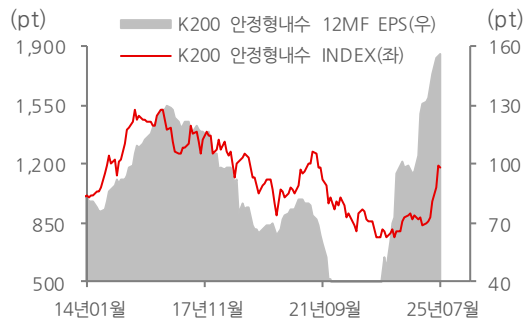
시장	현재 PER	평균 PER	상승여력	현재 PBR	평균 PBR	상승여력
KOSPI	10.18	10.02	(1.54)	0.95	0.96	0.65
대형주	10.31	10.05	(2.53)	1.01	0.97	(4.21)
중형주	9.46	10.08	6.55	0.65	0.87	34.02
소형주	7.14	7.92	10.96	0.50	0.71	41.08
KOSDAQ	20.31	15.07	(25.80)	2.29	2.08	(9.12)
업종	현재 PER	평균 PER	상승여력	현재 PBR	평균 PBR	상승여력
조선	16.63	17.76	6.79	2.87	1.04	(63.90)
기계	30.39	13.41	(55.87)	2.71	1.30	(52.11)
전기가스	3.01	10.14	236.88	0.44	0.35	(20.25)
금속	17.37	9.51	(45.27)	0.69	0.61	(11.97)
금융	7.31	7.47	2.25	0.68	0.60	(11.77)
통신	9.41	9.10	(3.33)	0.83	0.82	(1.48)
건강관리	37.19	33.10	(11.00)	3.56	3.51	(1.46)
음식료	11.98	14.02	17.06	1.17	1.21	3.82
전기전자	10.43	10.49	0.61	1.13	1.21	6.93
건설	7.70	7.99	3.82	0.61	0.73	19.89
지주회사	7.63	10.82	41.87	0.70	0.86	23.25
유통	10.13	12.87	27.02	0.62	0.85	37.57
자동차	4.55	6.59	44.93	0.46	0.75	62.48
화장품	16.94	22.03	30.04	1.61	2.75	71.01
화학	15.52	11.92	(23.20)	0.66	1.21	84.02

자료: Quantiwise, BNK투자증권
주1: 2011년부터 주간 단위 데이터
주2: 평균 PER 조선은 KOSPI200 중공업, 전기가스는 적자 기간 제외

KOSPI valuation이 2011년 이후 주간 평균 수준에 수렴한 상태라 매력적인 투자대안을 찾기가 쉽지 않은 상황이다. 12MF PER을 기준으로 보면 전기가스(유틸리티) 업종이 가장 매력적인데, 그림15에서 보는 바와 같이 earnings momentum도 강력한 상황이다. 지주회사는 12MF PBR이 0.70x이나, trailing PBR은 0.8x에서 등락을 거듭 중이다.

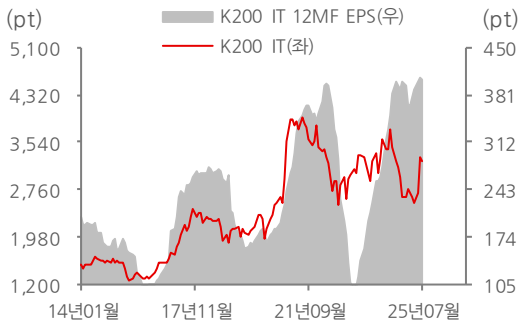
유통, 자동차, 화장품은 valuation 매력은 높으나, 관세 협상과 영업시간 조정 등에 대한 불확실성으로 인해 earnings에 대한 불안감이 존재한다. 철강, 화학은 지난주에 급등했는데, 이는 장기 소외에 다른 순환매로 볼 수 있다. IT업종은 그림14와(10.43x) 그림16에서(8.03x) PER이 엄청난 차이를 보이고 있는데, 이는 종목과 유동성 비중에 따른 차이로 볼 수 있다. 금주 삼성전자 실적발표 이후 하반기 전망에 따라 주가흐름이 결정될 것으로 예상한다.

Fig. 15: Earnings 상향에도 저평가가 심한 것은 내수



자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 유틸리티, 음식료 포함

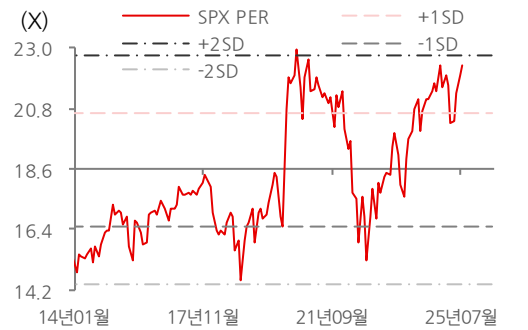
Fig. 16: 전기전자 10.43x vs. K200 IT 8.03x로 괴리



자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: SK스퀘어, LG 등이 포함돼 PER 전기전자와 큰 차이를 보임

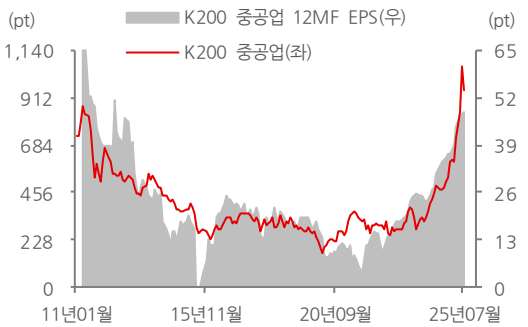
상호 관세 발표를 앞두고 미국 주식시장도 사상 최고치를 넘어서고 있는데, 협상 결과에 따라서 소비자물가 변동과 경기부양에 따른 경제전망에 주가가 반응할 수 있는 상황이다. 다만 S&P500 12MF PER이 22.3x로 상승하면서 +2σ에(22.7x) 근접하고 있어 valuation 부담에 노출돼 있다.

Fig. 17: S&P500 12MF PER +2σ에 근접



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 18: 주가하락률이 가장 높은 조선, 기계



자료: Bloomberg, BNK투자증권
주: 조선, 기계(방산은 산업재로 제외)

조선, 기계 업종은 2007년 valuation에 회귀하면서 6월부터 KOSPI 급등 상황에서 오히려 조정국면이 진행 중이다. 조선, 기계 대부분 종목들은 고점대비 20% 내외의 가격하락에 직면해 있다. 최근 주가하락이 빠르게 진행됐다는 점에서 기술적 반등 가능성은 높아지고 있으나, 여전히 valuation 부담은 높은 수준이다.

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정으로 실제와 차이가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포할 수 없습니다. 이 자료는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

〈본사/영업부〉
부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] **T** 051-669-8000 / **F** 051-669-8009
[영업부] **T** 051-669-8080 / **F** 051-669-8099

〈서울영업부〉
서울시 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동) BNK금융타워 6층 / **T** 02-3215-1500 / **F** 02-786-2998

〈경남영업부〉
경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / **T** 055-290-7100 / **F** 055-290-7199

〈울산영업부〉
울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / **T** 052-210-6900 / **F** 052-271-6111

BNK
BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 썸농구단